

Sebastian Barry

**Informationelle Gleichbehandlung  
konkurrierender Bieter  
bei öffentlichen Übernahmen**



**Nomos**

UNIVERSITÄT  
LIECHTENSTEIN

**Bibliothek**

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung	15
A. Problemstellung	15
B. Methodik	18
C. Gang der Untersuchung	20
Erster Teil    Ökonomische Analyse	22
Kapitel 1     Ökonomische Rechtfertigung von Unternehmensübernahmen	23
A. Wohlfahrtssteigerungstheorien	24
I. Markt für Unternehmenskontrolle	24
II. Synergieeffekte	28
B. Empirische Befunde	29
C. Alternative Erklärungsansätze	32
I. Empire Building	32
II. Hybris-Hypothese	32
III. Ausbeutungstheorien	33
D. Bewertung	34
Kapitel 2     Auktionstheoretische Überlegungen zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	35
A. Informationsfunktion	37
B. Renditefunktion	39
C. Allokationsfunktion	40
D. Bewertung	42
Kapitel 3     Schlussfolgerungen für die Zuordnung von Entscheidungskompetenzen bezüglich der Annahme von Übernahmeangeboten	42
A. Prinzip der Aktionärskontrolle	43
B. Prinzip gemeinsamer Kontrolle	45
C. Befund	46

Zweiter Teil	Rechtsvergleichende Grundlegung	48
Kapitel 4	Bietergleichbehandlung nach dem britischen City Code on Takeovers and Mergers (Prinzip der Aktionärskontrolle)	48
A.	Historie und Grundkonzeption des City Code on Takeovers and Mergers	48
B.	Neutralitätspflicht	51
C.	Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	53
	I. Tatbestand	54
	1. Weitergabe vertraulicher Informationen an einen Bieter	55
	2. Ernsthaftes Erwerbsinteresse	55
	3. Publizitätserfordernis	55
	4. Spezifisches Informationsbegehren des Konkurrenzbieters	57
	II. Rechtsfolgen	58
	1. Allgemeines	58
	2. Gebot inhaltsgleicher Bedingungen und Auflagen für die Informationsweitergabe	59
	3. Informationelle Gleichbehandlung bei einem Management Buy-Out	60
	4. Informationelle Gleichbehandlung im Fall eines Reverse Takeover	61
	III. Rechtsschutzsituation	61
	1. Umfassendes Rechtsschutzregime des Takeover Code	62
	2. Untergeordnete Rolle staatlicher Gerichte	63
D.	Das Prinzip der Aktionärskontrolle im Spiegel der organschaftlichen Pflichtenbindung der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft	64
	I. Inkongruenz von übernahmerechtlicher Neutralitäts- und organschaftlicher Erfolgsförderungspflicht	65
	II. Kongruenz von übernahmerechtlicher Neutralitätspflicht und organschaftlicher Zweckbindungslehre?	67
	1. Organschaftliche Zweckbindung als absolute Schranke von Abwehrmaßnahmen	68
	2. Organschaftliche Zweckbindung als relative Schranke von Abwehrmaßnahmen	69
Kapitel 5	Bietergleichbehandlung im US-amerikanischen Recht (Prinzip gemeinsamer Kontrolle)	70
A.	Williams Act 1968	71
	I. Grundkonzeption	72
	II. Das allgemeine Informationstreuegebot gemäß s. 14(e) SEA	72
	1. Personeller Anwendungsbereich	73
	2. Sachlicher Anwendungsbereich	75

B. Gesetzgebung der Bundesstaaten	76
I. Nonshareholder Constituency Statutes	76
II. Delawares Business Combination Statute	77
C. Rechtsprechung des Supreme Court of Delaware	78
I. Business Judgement Rule	78
II. Entire Fairness Standard	80
III. Anwendung der Business Judgement Rule auf Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote	81
1. Erfordernis fehlender Interessenkonflikte	81
a) An der konkreten Besetzung des board of directors orientierte Betrachtungsweise	82
b) Pauschalisierende Betrachtungsweise	82
c) Sonderfall Management Buy-Out	83
2. Gegenüber der Business Judgement Rule erweiterter Prüfungsmaßstab	85
a) Reasonableness Test	85
aa) Special Committees	86
bb) Externe Beratungsleistungen	87
b) Proportionality Test	88
c) Pflicht zur Kaufpreismaximierung im Aktionärsinteresse	89
aa) Ungleichbehandlung der Bieter bei konkurrierenden Barangeboten	92
bb) Ungleichbehandlung der Bieter bei konkurrierendem Tausch-oder Hybridangebot	93
cc) Entire Fairness Standard bei Ungleichbehandlung der Bieter	94
3. Schlussfolgerungen für eine Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	96
a) Allgemeine Rechtsprechungsleitlinien	96
b) Ausgewählte Problemstellungen	99
aa) Wahrung legitimer Geheimhaltungsinteressen	99
bb) Exklusivitätsvereinbarungen	100
cc) Informationelle Ungleichbehandlung bei Erwerb einer Minderheitsbeteiligung	103
(1) Weißer Ritter	103
(2) Ankeraktionär	104
4. Ratification einer Abwehrmaßnahme per Hauptversammlungsbeschluss	105
5. Rechtsschutzsituation	106
a) Aktionärsstellung zum maßgeblichen Zeitpunkt	107
b) Derivative oder individual claim	107
6. Dogmatische Einordnung des modifizierten Prüfungsmaßstabs	110

Dritter Teil	Informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter bei öffentlichen Übernahmen im deutschen Recht	113
Kapitel 6	Rechtliche Rahmenbedingungen für eine Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter bei öffentlichen Übernahmen	113
A.	Kein europarechtlich determiniertes Gleichbehandlungspostulat	113
I.	Keine Regelungsvorgaben durch die Übernahmerichtlinie	113
1.	Grundkonzeption der Übernahmerichtlinie	114
2.	Europäisches Neutralitätsgebot und informationelle Gleichbehandlungspflicht	114
II.	Keine primärrechtlich determinierte Ergebniskorrektur	116
B.	Gleichbehandlungspflichten im deutschen Recht	122
I.	Allgemeine Gerechtigkeitserwägungen als Ursprung von Gleichbehandlungspflichten	122
II.	Privatrechtliche Gleichbehandlungspflichten	123
1.	Der Grundsatz der Privatautonomie als verfassungsrechtliche Schranke privatrechtlicher Gleichbehandlungspflichten	124
2.	Gescheiterte Versuche einer dogmatischen Systematisierung privatrechtlicher Gleichbehandlungspflichten	126
3.	Kein allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz	129
III.	Schlussfolgerungen für die informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	132
1.	Fehlender Bezug zur austeilenden Gerechtigkeit	132
2.	Ökonomische Erwägungen	134
3.	Schutzadressat	136
C.	Keine Ableitbarkeit einer Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung der Bieter aus dem Gebot von Treu und Glauben	137
D.	Rechtliche Grenzen der Informationsweitergabe zum Zwecke einer Due Diligence	139
I.	Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht	139
II.	Insiderrecht	140
Kapitel 7	Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung der Bieter nach dem Prinzip der Aktionärskontrolle	141
A.	§ 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	142
I.	Wortlautgrenze	143
1.	Handlungsbegriff	144
2.	Begriff der Verhinderungseignung	145
3.	Inbezugnahme als Bußgeldtatbestand	146

4. Analogieverbot	148
II. Entstehungsgeschichte	148
III. Teleologische Erwägungen	151
1. Kein hinreichendes Bekenntnis zum Prinzip der Aktionärskontrolle	152
2. Differenzierung zwischen reiner Passivitätspflicht und aktiver Informationsverpflichtung	156
3. Fehlende Beschränkung auf Bieterkonkurrenzsituationen	157
IV. Bedenken aus der Systematik	159
1. Anwendbarkeit der Erlaubnissätze des § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG	159
2. Zu eng gefasster zeitlicher Anwendungsbereich	160
3. Fehlende Regelungstiefe	162
V. Ergebnis	164
B. § 33a Abs. 2 S. 1 WpÜG	164
C. § 3 Abs. 1 WpÜG	168
D. Kein Rückgriff auf ein in § 22 Abs. 3 WpÜG angelegtes Rechtsprinzip	171
I. Zweifel an dem Bestehen einer planwidrigen Regelungslücke	172
II. Mangelnde Übertragbarkeit des in § 22 Abs. 3 WpÜG angelegten Rechtsprinzips	174
E. Kein Rückgriff auf eine allgemeine aktienrechtliche Neutralitätspflicht	176
I. Abwehrmaßnahmen innerhalb des zeitlichen Anwendungsbereichs von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	177
II. Abwehrmaßnahmen außerhalb des zeitlichen Anwendungsbereichs von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	178
 Kapitel 8	
Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung der Bieter nach dem Prinzip gemeinsamer Kontrolle	180
 A. Das Gesellschaftsinteresse als inhaltlicher Bezugspunkt für das Leitungsermessen des Vorstands	181
I. Kaufpreismaximierung im Aktionärsinteresse	185
1. Barangebote	189
a) Höhe der Gegenleistung	189
b) Begleitfaktoren	189
aa) Fehlen eines ernsthaften Erwerbsinteresses	190
bb) Unsichere Finanzierungslage	191
cc) Nachteilige Angebotsbedingungen	194
dd) Kartellrechtliche Bedenken	195
ee) Staffelung der Gegenleistung in Abhängigkeit vom Annahmezeitpunkt	196
2. Tausch- und Hybridangebote	196
a) Höhe der Gegenleistung	196
b) Begleitfaktoren	198

II. Der Kaufpreismaximierung entgegenstehende Teilhaberinteressen	> 199
III. Wahrung legitimer Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft	201
IV. Gesamtabwägung	204
V. Ausgewählte Problemstellungen	206
1. Zulässigkeit von Exklusivitätsvereinbarungen	206
a) Keine Eröffnung des Anwendungsbereichs von § 33 WpÜG	207
b) Aktienrechtlicher Zulässigkeitsmaßstab	209
2. Management Buy-Out	212
3. Ankeraktionär- und Weißer Ritter-Konstellationen	214
B. Gesetzliche Konkretisierung der objektiven Sorgfaltspflichten des Vorstandes gemäß § 93 Abs. 1 S. 2 AktG	215
I. Modifikation von § 93 Abs. 1 S. 2 AktG aufgrund des übernahmespezifischen Interessenkonflikts auf Geschäftsleitungsebene	216
II. Rechtsvergleichende Analyse hinsichtlich einer modifizierten Business Judgement Rule	220
1. Bestehen eines potentiell verhaltenssteuernden Interessenkonflikts	221
2. Keine den executive directors vergleichbare Kontrollinstanz	221
3. Unterschiedliche Verteilung der Darlegungs- und Beweislast	224
4. Unterschiedliche Ausgestaltung des Unternehmensinteresses als Bezugspunkt des Leitungsermessens	225
5. Abgleich mit der rechtlichen Behandlung des übernahmespezifischen Interessenkonflikts in MBO- Konstellationen	229
III. Widerlegbare Vermutung eines die Anwendbarkeit von § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ausschließenden übernahmespezifischen Interessenkonflikts	230
IV. Überprüfung informationeller Ungleichbehandlungen konkurrierender Bieter anhand des allgemeinen Sorgfaltmaßstabes des § 93 Abs. 1 S. 1 AktG	234
V. Schlussfolgerungen für die Entscheidungspraxis	237
1. Einbindung von Hauptversammlung und Aufsichtsrat in die Entscheidungsfindung	238
2. Sicherstellung einer pflichtgemäßen Informationsgrundlage	239
C. Mitbestimmung der Zielgesellschaftsaktionäre	241
I. Keine obligatorische Mitbestimmung	241
II. Fakultative Mitbestimmung	244
D. Rechtsschutzsituation	247
I. Rechtsschutzmöglichkeiten der Zielgesellschaftsaktionäre	247

II. Rechtsschutzmöglichkeiten des benachteiligten Bieters	249
Kapitel 9    Erwägungen zur Kodifizierung einer Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	250
A. Keine Kodifizierung einer allgemeinen Informationspflicht der Zielgesellschaft	253
B. Tatbestandliche Ausgestaltung einer informationellen Gleichbehandlungspflicht	256
I. Informationsweitergabe an einen Bieter	256
II. Ernsthaftes Erwerbsinteresse des Konkurrenzbieters	257
III. Kein Erfordernis eines spezifischen Informationsbegehrens	258
IV. Kein Entgegenstehen legitimer Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft	261
C. Rechtsfolgen einer informationellen Gleichbehandlungspflicht	264
I. Inhaltliche Reichweite der Gleichbehandlungspflicht	264
II. Verpflichtungszeitraum	265
III. Unverzüglichkeit der Informationsweitergabe	265
IV. Gebot inhaltsgleicher Bedingungen und Auflagen für die Informationsweitergabe	266
D. Ausgewählte Problemstellungen	267
I. Management Buy-Out	267
II. Weißer Ritter	267
III. Exklusivitätsvereinbarungen	268
IV. Entgegenstehen einer vertraglich vereinbarten Geheimhaltungsverpflichtung	270
V. Reverse Takeover	271
E. Rechtsschutzregime	272
I. Objektivrechtlicher Rechtsschutz	272
II. Subjektiv öffentlich-rechtliche Rechtsschutzposition	274
III. Subjektiv zivilrechtliche Rechtsschutzposition	276
IV. Erwägungen zur Optimierung des bestehenden übernahmerechtlichen Rechtsschutzsystems	277
Vierter Teil    Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	281
Literaturverzeichnis	291